

# ProAM-Spezialausgabe „Märkte im Fokus“

## Zeitenwende der deutschen Finanzpolitik

Autor: Dr. Christian Fürtjes (Chefvolkswirt ProAM GmbH)

März 2025

Die Nachricht traf selbst altgediente Finanzmarktbeobachter überraschend: Noch mit den Stimmen des alten Bundestags möchten CDU/CSU und SPD die fiskalpolitischen Schleusen in Deutschland in bisher unbekannter Dimension öffnen. Allein das kolportierte Volumen für das geplante „Sondervermögen“ Infrastruktur sowie die zusätzlichen Verteidigungsausgaben von zusammen rund 1 Billion € stellt im Kern die grundsätzliche Abkehr von einem jahrzehntelang gepflegten Credo der finanzwirtschaftlichen Stabilität dar und ist damit nichts weniger als eine Zeitenwende in der finanzpolitischen Ausrichtung des wiedervereinigten Deutschlands. Zwar ist insbesondere die konkrete Ausgestaltung des „Sondervermögens“ Infrastruktur, das in Wahrheit nichts anderes als ein mit neuen Staatsschuldermächtigungen ausgestatteter Schattenhaushalt ist, noch sehr vage. Dennoch hat dies nicht nur in der Politik, sondern auch an den internationalen Finanzmärkten zu heftigen Reaktionen geführt. Im Folgenden ordnen wir daher die Implikationen der deutschen Finanzwende für die deutsche Volkswirtschaft sowie die Aktien- und Bondmärkte kurz ein.

### **Kreditfinanzierte Mehrausgaben des Staates könnten BIP-Wachstum beleben**

Im Hinblick auf die makroökonomische Bewertung der geplanten massiven Ausweitung der deutschen Staatsausgaben stellt sich naturgemäß als Erstes die Frage, ob dies der schnelle Ausweg aus der notorischen Wachstumsschwäche für Europas größte Volkswirtschaft sein könnte. So führen staatliche Ausgaben nicht nur zu direkten Umsatzeffekten bei den beauftragten Unternehmen bzw. indirekt auch bei deren Beschäftigten. Durch die ggf. notwendige Kapazitätsausweitung werden darüber hinaus zusätzliche (private) Aufträge (z. B. im Maschinenbau, Hochbau- und Tiefbau) und damit Wertschöpfung geschaffen. In der makroökonomischen Theorie leitet man zur Quantifizierung dieses positiven „Schneeballeffektes“ der fiskalischen Expansion sog. Multiplikatoren ab. Je höher diese ausfallen, desto größer ist der zusätzliche Effekt auf das BIP-Wachstum. Grundsätzlich zeigen empirische Studien, dass dabei staatliche Investitionen – die ja im Fokus der geplanten Mehrausgaben stehen sollen – sogar den höchsten Multiplikatoreffekt aller fiskalpolitischen Maßnahmen aufweisen (z.B. höhere Effekte als Steuersenkungen). Dies lässt sich dadurch erklären, dass solche Maßnahmen die Produktivität in der Volkswirtschaft langfristig erhöhen und somit einen dauerhaft positiven Wachstumsbeitrag schaffen (z.B. eine bessere Internetversorgung oder ein effizientes Energienetz). Allerdings verringert sich der Multiplikatoreffekt typischerweise, wenn Investitionen, wie in diesem Fall, schuldenfinanziert sind. Es erscheint aber vor dem Hintergrund bestehender Studien durchaus plausibel für zielgerichtete kreditfinanzierte Infrastrukturinvestitionen einen Multiplikator zwischen 1 und 1,5 anzunehmen, d.h. eine Ausgabe von 1 Mrd. € würde das BIP um bis zu 2,5 Mrd. € ansteigen lassen.

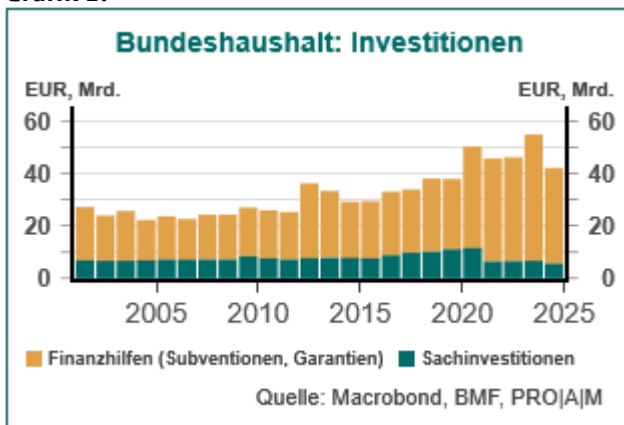
Weniger vorteilhaft sind dagegen schuldenfinanzierte Ausgaben für Verteidigung zu bewerten. Zum einen sind diese eher mit klassischem Staatskonsum gleichzusetzen, da sie i.d.R. geringe bis gar keine positiven Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Produktivität haben. Zum anderen erfolgt selbst die direkte Wertschöpfung hier häufig komplett im Ausland (z.B. beim Kauf von in den USA gefertigten US-Kampfflugzeugen). Zwar besitzt Deutschland eine im europäischen Vergleich sogar noch recht leistungsfähige Rüstungsindustrie, dennoch gehen selbst optimistischste Experten von einem maximalen Multiplikator von lediglich rund 0,2 für Verteidigungsinvestitionen in Deutschland aus.

## Finanzwende ist (leider in diesem Fall) nicht gleich Wirtschaftswende

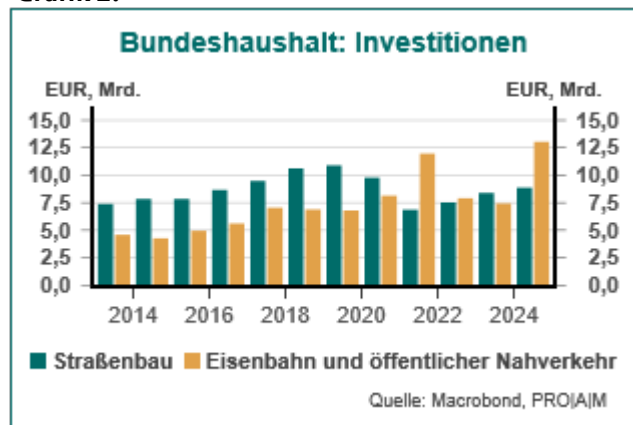
In der Praxis ergeben sich aber noch wesentlich mehr Fragezeichen dahingehend, ob das schuldenfinanzierte Fiskalpaket nicht nur eine finanzpolitische Zeitenwende, sondern auch eine Wirtschaftswende einleitet. Konkret geht es dabei um die drei W-Fragen: **Wofür** wird **wann wieviel** Geld ausgegeben? Insbesondere über das „**Wofür**“ besteht zum jetzigen Zeitpunkt aber noch weitgehende Unklarheit, da im Sondierungspapier von CDU, CSU und SPD noch nicht mal eine genaue Abgrenzung des Begriffs Infrastrukturinvestitionen vorgenommen wurde, von konkreten Vorstellungen über zusätzliche Verteidigungsausgaben ganz zu schweigen. Doch dies ist wie oben beschrieben zentral für die Bewertung der fiskalischen Multiplikatoren. Gerade bei den Verteidigungsausgaben ist zu erwarten, dass der kritische Bedarf (Satellitenabdeckung, Drohnen, Luftverteidigung) zum überwiegenden Teil aus (ex-EU)-Importen gedeckt werden muss, was im Extremfall sogar überhaupt gar keinen positiven BIP-Effekt hätte. Für Verteidigungs- wie Infrastrukturausgaben ist zudem zu befürchten, dass sich hier aus den außerhalb des eigentlichen Bundeshaushalts geschaffenen Töpfen in erster Linie bedient wird, um bestehende Haushaltsausgaben auszulagern und so Spielraum für „politische Wohltaten“ zu generieren. Hierauf deutet schon die willkürliche Deckelung der Verteidigungsausgaben im Bundeshaushalt auf jährlich 44 Mrd.€ hin, was z.B. im Vergleich zum Bundeshaushalt 2024 fast 10 Mrd. € an zusätzlichem Budget freischaafft. Ähnliches droht dabei auch im Hinblick auf die Infrastrukturausgaben, wo die tatsächlichen gesamten (also auch andere als für Infrastruktur) Investitionsausgaben des Bundes mit Ausnahme des Jahres 2023 deutlich unterhalb der durch das Sondervermögen avisierten 50 Mrd. € p.a. lagen (Grafik 1). Es daher davon auszugehen, dass zumindest die offensichtlich zur Infrastruktur zählenden Ausgaben des Bundes – also z.B. Straßen- und Schienenbau – vollständig statt aus dem Bundeshaushalt aus dem Sondervermögen finanziert werden, was im Vergleich zu 2024 weitere rund 20 Mrd. € an Haushaltsspielraum schafft (Grafik 2). In diesem Fall handelt es sich dann aber eben nicht um zusätzliche mit Multiplikatoreffekten verbundene Investitionen.

Dies ist im Übrigen auch eng verbunden mit der dritten Frage, nämlich dem „**Wieviel**“. So bleibt nämlich abzuwarten, ob vor allem die 500 Mrd. € aus dem Sondervermögen Infrastruktur überhaupt vollständig über den geplanten Zeitraum von zehn Jahren zusätzlich abgerufen werden können. Die jüngere Vergangenheit lässt hieran erhebliche Zweifel aufkommen. So lag der Istbestand der Haushaltsaufwendungen für Investitionen in den Bundeshaushalten der letzten 15 Jahre nahezu immer (und zum Teil massiv) unter dem geplanten Sollbudget. Neben den bürokratischen Hürden (Umweltauflagen, Genehmigungsverfahren, komplizierte Ausschreibungen, Föderalismushemmnisse) war dies nicht zuletzt auf die fehlenden wirtschaftlichen Kapazitäten im Bereich Bauplanung und Durchführung in Deutschland zurückzuführen. Hieran ändert aber auch das großzügigste Fiskalpaket zumindest mittelfristig überhaupt nichts, so dass selbst wenn der politische Wille bestehen würde das Sondervermögen ausschließlich für zusätzliche Investitionen zu nutzen (was einer Verdoppelung der staatlichen Investitionen bzw. einer Vervierfachung der Infrastrukturinvestitionen entspräche), die realwirtschaftliche Umsetzung höchst fraglich erscheint.

Grafik 1:



Grafik 2:



Damit kommen wir zum „Wann“, also der Frage, zu welchem Zeitpunkt die kreditfinanzierten Ausgaben abgerufen werden. Zumindest für die Infrastrukturausgaben ergibt sich aus den vorherigen Überlegungen selbst im Optimalfall ein massives Backloading der Ausgaben, da erst entsprechende Kapazitäten aufgebaut werden müssen. Selbiges gilt auch für Rüstungsgüter, die grundsätzlich in Deutschland produziert werden können, wie z.B. Munition. Somit dürften die direkten realwirtschaftlich messbaren Effekte der Sondervermögen im Jahr 2025 und selbst für 2026 und 2027 bestenfalls anämisch sein. Lediglich wenn die neue Bundesregierung, die sich ergebenden Haushaltsspielräume nutzt um andere (konsumtive) Maßnahmen wie Steuererleichterungen, Transferzahlungen oder Subventionen daraus zu finanzieren, könnten hieraus Wachstumsimpulse (allerdings mit deutlich niedrigeren Multiplikatoreffekten) entstehen.

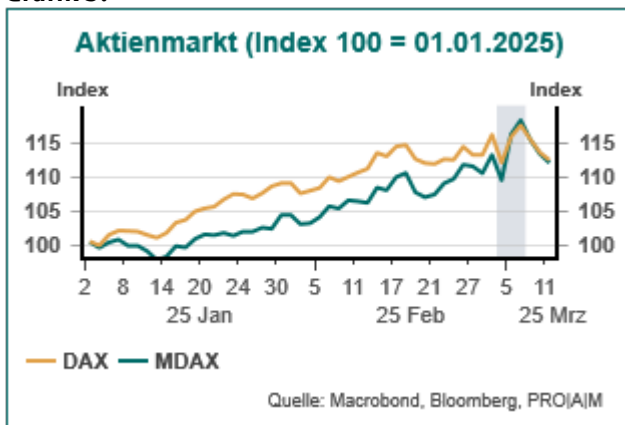
**Fazit: BIP-Effekte überschaubar – Inflationsgefahr steigt**

Vor diesem Hintergrund sind bei objektiver Betrachtung die Wachstumseffekte der finanzpolitischen Zeitenwende zumindest für die kurze Frist sehr überschaubar. Abgesehen vom psychologischen Effekt und den zu befürchtenden politischen Wohltaten durch die fiskalischen Handlungsspielräume dürfte es keinen substantziellen BIP-Effekt auf das Jahr 2025 haben und auch nur geringe für das Jahr 2026 (ca. 0,2-0,3 Prozentpunkte). Demgegenüber besteht aber durchaus das Risiko, dass die Maßnahmen die Inflation anheizen könnten. Dies gilt vor allem dort, wo die zusätzliche staatliche Nachfrage auf ein ohnehin schon extrem knappes Angebot an Ressourcen trifft, wie zum Beispiel im Bausektor und allgemein am Arbeitsmarkt. Die schiere Höhe des Sondervermögens dürfte hier erhebliche Begehrlichkeiten wecken, so dass in vielen davon betroffenen Branchen mit einem dauerhaften Preisanstieg zu rechnen ist und über Zweit- und Drittrundeneffekte ähnlich wie in den USA nach dem Inflation Reduction Act die Inflationsrate auch in Deutschland (und damit auch der Eurozone) um einige Zehntelprozentpunkte nach oben schießen würde.

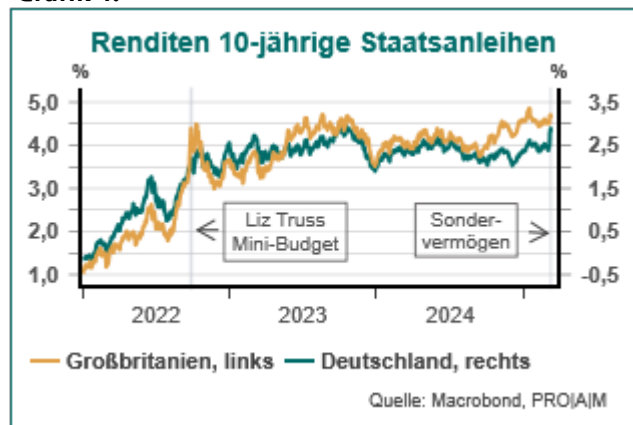
**Euphorie an den Aktienmärkten ist übertrieben – Bund-Schwäche ebenso**

Die unmittelbare Reaktion der Finanzmärkte auf die Ankündigung der deutschen Finanzwende fiel ebenso deutlich wie zweigeteilt aus. Während der DAX allein am Tag der Veröffentlichung über 3% zulegen konnte und der MDAX sogar zeitweise um über 7%, brachen die Kurse für deutsche Staatsanleihen massiv ein (Grafik 3). Die Rendite für 10-jährige Bunds stieg dementsprechend in der Spitze um über 40 BP und notiert immer noch nahe der Marke von 2,8%. Insofern erinnerte die Entwicklung an den Rentenmärkten stark an die Reaktion auf das Mini-Budget der damaligen britischen Premierministerin Liz Truss im Jahr 2022 (Grafik 4). Allerdings ging dies seinerzeit auch mit einem spürbaren Rutsch an den britischen Aktienmärkten einher.

Grafik 3:



Grafik 4:



In Summe ist die Schuldenankündigung an den Märkten durchaus positiv aufgenommen worden. Die überwiegende Meinung der Investoren und Analysten ist, dass sich Deutschland die Kosten der Schuldenfinanzierung leisten kann und diese insgesamt wachstums- und damit für die Unternehmen gewinnfördernd ist. Dabei profitierten allen voran Unternehmen aus den Branchen Rüstung, Bau, Energie und Kommunikation. Ein Hauptgrund für die optimistische Bewertung am Aktien- und Kreditmarkt – hier

gingen die Aufschläge von Unternehmensanleihen zu deutschen Staatsanleihen noch mal spürbar zurück – ist dabei das massive Übertreffen der Erwartungshaltung, vor allem in Bezug auf das Infrastruktursondervermögen. Hier lauert aber gleichzeitig auch die große Gefahr. Die Investoren setzen hierbei nicht nur die problemlose Umsetzung der Grundgesetzänderungen voraus, sondern nehmen auch die Volumina – also konkret die rund 100 Mrd. € Mehrausgaben pro Jahr in den kommenden zehn Jahren – für bare Münze. Doch hier unterscheidet sich Deutschland von anderen Ländern, denn wie oben beschrieben dürfte der tatsächliche Mittelabfluss gerade zu Anfang deutlich hinter die kolportierten Zahlen zurückfallen.

Konkret ergibt sich hieraus für den deutschen (und europäischen) Aktienmarkt nach den jüngsten Vorschusslorbeeren sehr wohl ein kurzfristiges Rückschlagpotential, wenn weder die Einführung noch die Umsetzung des Pakets so rund läuft, wie von den Märkten initial antizipiert. Dies gilt umso mehr, als es die bereits seit Jahreswechsel zu beobachtende Rotation aus (sehr hochbewerteten) US-Aktien in (günstiger bewertete) europäische Aktien beschleunigte. Doch sind die meisten Investoren typischerweise weder Ökonomen noch Deutsche, so dass sie die oben beschriebenen Risiken dieses Narrativs schlichtweg unterschätzen. Umgekehrt gilt dies aber auch für deutsche Staatsanleihen. Je mehr sich abzeichnet, dass das tatsächliche Volumen neuer Staatschuldemissionen signifikant hinter den kolportierten rund 100 Mrd. € p.a. zurückbleibt, desto eher könnten die Renditen für 10-jährige Bunds wieder deutlich unter die Marke von 2,8% zurückgehen. Dies gilt besonders dann, wenn z.B. eines der Pakete nicht die erforderliche Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erreichen oder anderweitig scheitern sollte (bspw. vor dem Bundesverfassungsgericht).

Vor diesem Hintergrund sollte man als längerfristig orientierter Anleger die jüngsten Kursreaktionen – allen voran am Aktienmarkt – nicht überbewerten und die Füße stillhalten. Das deutsche Fiskalpaket mag zwar – egal wie es letztlich ausgeht – politisch eine Zeitenwende darstellen, aber für die Finanzmärkte wäre tatsächlich nur die Ausweitung der Finanzwende auf EU-Ebene, z.B. über eine unbeschränkte Kreditaufnahme für Verteidigungsausgaben per Eurobonds, ein echter nachhaltiger Gamechanger. Viel wichtiger für die weitere Kursentwicklung an den Aktienmärkten dürfte die wirtschaftliche Entwicklung in den USA sein, wo Donald Trumps „wirtschaftspolitisches Experiment“ – vor allem in Gestalt einer irrlichternden Zoll- und Handelspolitik – die größte Volkswirtschaft der Welt in nicht geahntem Tempo in eine Stagflation zu stürzen scheint. Verglichen hiermit stellen 1 Bio. € neue Staatsschulden in Deutschland nur eine Randnotiz dar.

## Disclaimer

Copyright ©2025 Provinzial Asset Management GmbH (ProAM). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Die geäußerten Meinungen, Einschätzungen oder Informationen sind diejenigen der Provinzial Asset Management GmbH („ProAM“) bzw. stammen aus allgemein zugänglichen Quellen. Sie beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Für den Inhalt, die Vollständigkeit und die Aktualität der vorstehenden Angaben wird keine Gewähr übernommen. ProAM übernimmt keine Verpflichtung zu einer durch neue Informationen, zukünftige Ereignisse oder auf sonstige Weise bedingten Aktualisierung oder Überarbeitung der hierin enthaltenen Informationen oder Schlussfolgerungen. Die Informationen, die in diesem Dokument enthalten sind oder auf denen der Bericht basiert, wurden von Quellen bezogen, die ProAM für zuverlässig und korrekt hält.

Dieses Dokument richtet sich an professionelle Kunden mit Sitz in der Bundesrepublik Deutschland. Es handelt sich hierbei um eine Marketingmitteilung, die ausschließlich Werbezwecken dient. Das Dokument berücksichtigt nicht die persönlichen sowie finanziellen Verhältnisse des Empfängers und stellt weder ein Angebot noch eine Handlungsempfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen bzw. Finanzanalyse bzw. Anlageempfehlung dar. Angegebene frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die Informationen ersetzen nicht eine auf die individuellen Verhältnisse des Empfängers zugeschnittene Beratung. In jedem Fall wird dem Empfänger empfohlen, im Rahmen einer individuellen Anlageberatung die Geeignetheit in Bezug auf seine persönlichen Verhältnisse prüfen zu lassen.

Dieses Dokument wurde als allgemeine Markteinschätzung erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände eines bestimmten Anlegers wurden nicht berücksichtigt. Die Anlage in Finanzinstrumenten unterliegt Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Finanzinstrument ableiten lassen oder konkret mit dem Finanzinstrument zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Investoren Verluste – bis zum Gesamtverlust des investierten Kapitals – entstehen. In diesem Dokument werden keine Risiken, die mit Investitionen in den dargestellten Jurisdiktionen verbunden sind, dargestellt. Diese können im Einzelfall der gesetzlich vorgegebenen Dokumentation eines Finanzinstrumentes entnommen werden.

ProAM übernimmt keinerlei Haftung für Verluste im Zusammenhang mit Handlungen, die aufgrund von Informationen oder Schlussfolgerungen, die in diesem Dokument oder in den darin zitierten Berichten oder Quellen enthalten sind, unternommen oder unterlassen werden. ProAM übernimmt selbst dann keine Haftung für mittelbare und Folgeschäden oder vergleichbare Schäden, wenn ihr die Möglichkeit derartiger Schäden bekannt war. ProAM übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit oder Rechtzeitigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Dies umfasst auch zukunftsgerichtete Aussagen, die ebenfalls auf subjektiven Einschätzungen und Analysen der ProAM beruhen.

Die enthaltenen Informationen und Meinungen sind nicht als unabhängige Finanzanalysen anzusehen, da diese nicht im Einklang mit den Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und auch keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung unterliegen.

Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet, es sei denn die ProAM hat ihre schriftliche Genehmigung erteilt. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien oder Teile davon dürfen in Rechtsordnungen verbreitet werden, in denen die Verbreitung von Gesetzes wegen beschränkt ist. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über besagte Einschränkungen informieren und diese einhalten. ProAM übernimmt keinerlei Haftung für Handlungen Dritter in diesem Zusammenhang.

Dieses Dokument wird herausgegeben von Provinzial Asset Management GmbH, Provinzial-Allee 1, 48131 Münster; Handelsregister des Amtsgerichts Münster HRB 10696; zugelassen von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).